

普门科技 (688389.SH)

IVD 业务高增长，医美和消费健康贡献新动能

买入

核心观点

业绩实现稳定增长，盈利能力持续提升。2022 年公司收入 9.83 亿元 (+26.3%)，归母净利润 2.51 亿元 (+32.1%)。23Q1 公司收入 2.78 亿元 (+32.3%)，归母净利润 0.88 亿元 (+31.2%)，业绩延续高增长态势。从毛利率看，22 年和 23Q1 毛利率分别为 58.5% (-5.0pp) 和 66.0% (+3.6pp)，预计后续毛利率稳中有升。从费用率看，22 年四费率 33.4% (-5.3pp)，其中研发费用率与财务费用率有所下降，23Q1 四费率 29.3% (-0.1pp)，盈利能力持续提升。

电化学发光和糖化驱动 IVD 业务高增长。IVD 市场规模持续增长，免疫为其最大细分品类，占比 32%，而化学发光为免疫诊断的主导技术，公司选取与罗氏相同的电化学发光路线，具有稳定可控等优势，叠加高端产品 eGL9000 上市，有望助力公司于进口替代中快速提高市场份额。此外，糖化血红蛋白检测需求随我国糖尿病患者数量增加而扩大，叠加 H100Plus 性能和检测能力实现全面提升，该业务板块有望持续放量。

光电医美布局进入收获期。“轻医美”凭借风险低、无创和恢复期短等优势俘获大批消费者，其中光电类项目因以紧致抗衰等微创项目居多，占据了非手术类医美市场一半以上的市场份额。公司在收购整合的基础上，突破核心关键技术，光电医美产品持续推陈出新，2022 年底公司体外冲击波治疗仪（冷拉提）上市，凭借无痛安全等优点，成为抗衰重磅产品；2023 年上半年公司超声治疗仪（超声 V 拉美）上市，有望进一步补充光电医美大单品管线；在重磅产品推动下，医美业务有望持续放量。

消费者健康端布局延伸可期。随着新技术应用和政策支持，康复医疗器械“智能化、精准化、远程化”趋势明显，居家康复市场成长性高。公司于 2022 年成立消费者健康事业部，针对美容和康复领域打造能够满足居家需求的产品，2022 年治疗与康复家用业务营收 990 万 (+42.9%)，随着公司进一步重视消费健康业务，家用业务有望持续高增长。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润 3.3、4.4、5.9 亿元，分别同比增长 31.4%、32.8%、33.7%，对应 PE 分别为 25、19、14 倍，我们采用 FCFF 绝对估值方法，得出公司每股价值区间为 25-26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策风险、销售推广不及预期、研发进展不及预期、汇率风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	778	983	1,302	1,740	2,322
(+/-%)	40.5%	26.3%	32.5%	33.6%	33.4%
净利润(百万元)	190	251	329	440	590
(+/-%)	32.2%	32.1%	30.9%	33.7%	34.2%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.77	1.03	1.39
EBIT Margin	20.7%	20.5%	24.6%	26.9%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	15.2%	17.5%	19.9%	22.7%	25.3%
市盈率 (PE)	43.7	33.1	25.5	19.1	14.2
EV/EBITDA	47.8	38.7	24.5	16.8	12.1
市净率 (PB)	6.63	5.78	5.07	4.32	3.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：周章庆

zhouzhangqing@guosen.com.cn

S0980523040002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	25.00 - 26.00 元
收盘价	19.70 元
总市值/流通市值	8385/8385 百万元
52 周最高价/最低价	30.57/14.16 元
近 3 个月日均成交额	48.23 百万元

市场走势

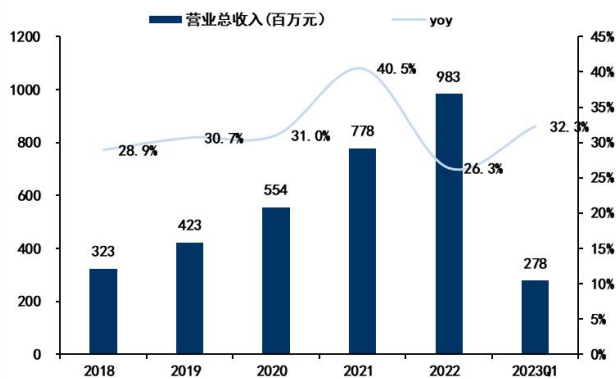


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

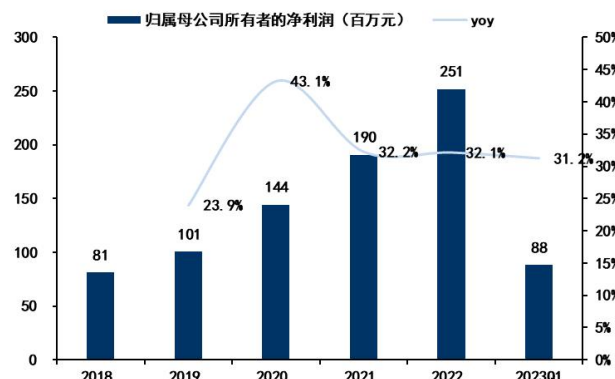
整体业绩实现稳定增长，四费率进一步降低。2022 年公司收入 9.83 亿元(+26.3%)，归母净利润 2.51 亿元(+32.1%)，在 2021 年高增长的背景下，2022 年仍延续高增长态势。单季度来看，2022 年各季度的业绩增速较为稳健，23Q1 公司收入 2.78 亿元(+32.3%)，归母净利润 0.88 亿元(+31.2%)。

图1: 普门科技营业收入及增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 普门科技归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 普门科技单季度收入及增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 普门科技单季度归母净利润及增速

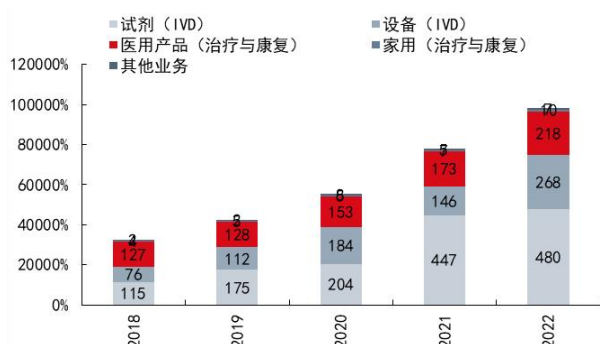


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

治疗与康复类业务表现亮眼，海外快速放量。分产品看，2022 年体外诊断类产品营收 7.49 亿元(+26.35%)，其中检验设备营收 2.69 亿元(+84.33%)，检验试剂 4.80 亿元(+7.46%)，以电化学发光和糖化为核心拉动的 IVD 领域实现高增长；2022 年治疗与康复类产品营收 2.27 亿元(+26.07%)，其中医用产品类营收 2.17 亿元(+25.41%)，家用产品类营收 0.10 亿元(+42.76%)，皮肤医美产品线布局进入收获期，有望驱动该业务进入高速增长节奏。分地区来看，公司对自身销售网络与区域结构的改革初见成效，2022 年国内业务营收 6.53 亿元(+28.9%)，实现较高增速增长，国际业务营收 3.23 亿元(+21.2%)，从 2020 年开始海外迅速放量。

图5: 公司历年收入产品构成 (百万元)

图6: 公司历年收入区域构成 (百万元)



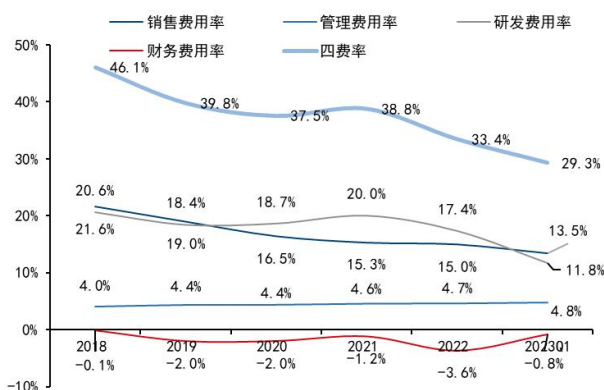
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

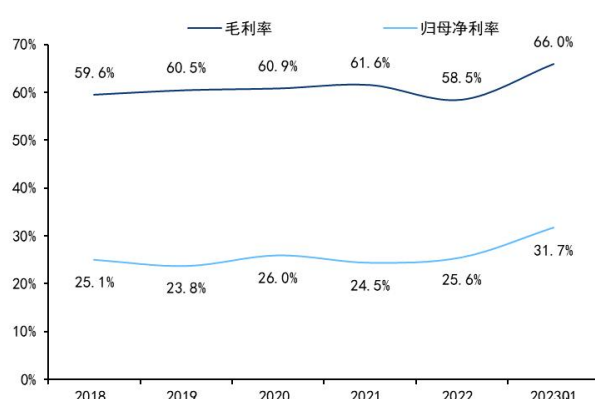
毛利率稳中有升，盈利能力持续改善。2022年公司毛利率58.5%（-5.0pp），主要因低毛利率检测设备营收占比增加所致。23年Q1毛利率66.0%，因检测耗材实现高增长以及高毛利医美产品带动毛利率上升。总体而言，毛利率处于稳中有升态势。从费用情况看，2022年四费率33.4%（-5.3pp），其中研发费用率有所下降（-2.6pp），销售费用率和管理费用率较为稳定。从最终盈利能力看，2022年归母净利率25.6%（+1.1p），后续随着规模效应，以及高毛利率的试剂业务和医美产品放量，预计盈利水平将进一步提升。

图7：普门科技四项费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：普门科技毛利率、净利率变化情况

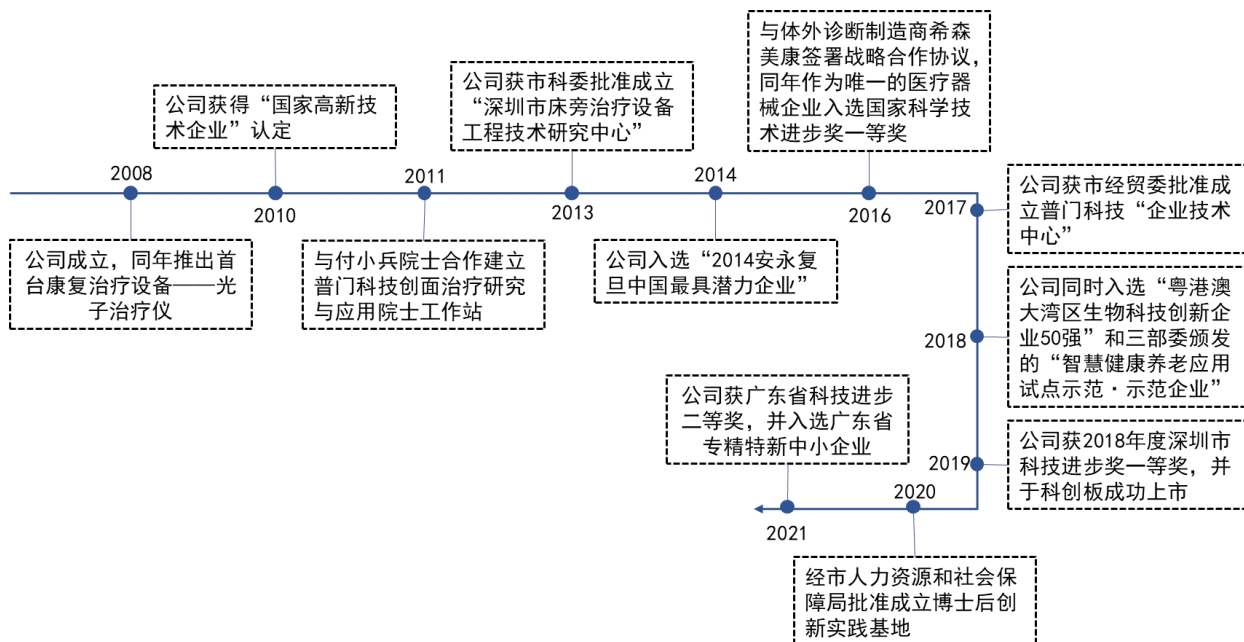


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

IVD 业务高增长，医美和消费健康贡献新动能

研发和市场双轮驱动的平台型器械龙头。普门科技成立于2008年，并于2019年登陆科创板，是一家研发和市场双轮驱动的专业化高科技医疗设备企业，主要从事医疗器械的研发、制造、全球营销及服务，专注于体外诊断产品及配套检测试剂、治疗与康复两大领域产品的开发及技术创新，2020年后收购京渝激光和为人光大布局光电医美市场，引领公司第三创新点。目前，公司产品及解决方案覆盖国内18,000多家医疗机构，在美洲、欧洲、中东非、亚太和南亚五大国际市场的90个国家和地区成功覆盖。

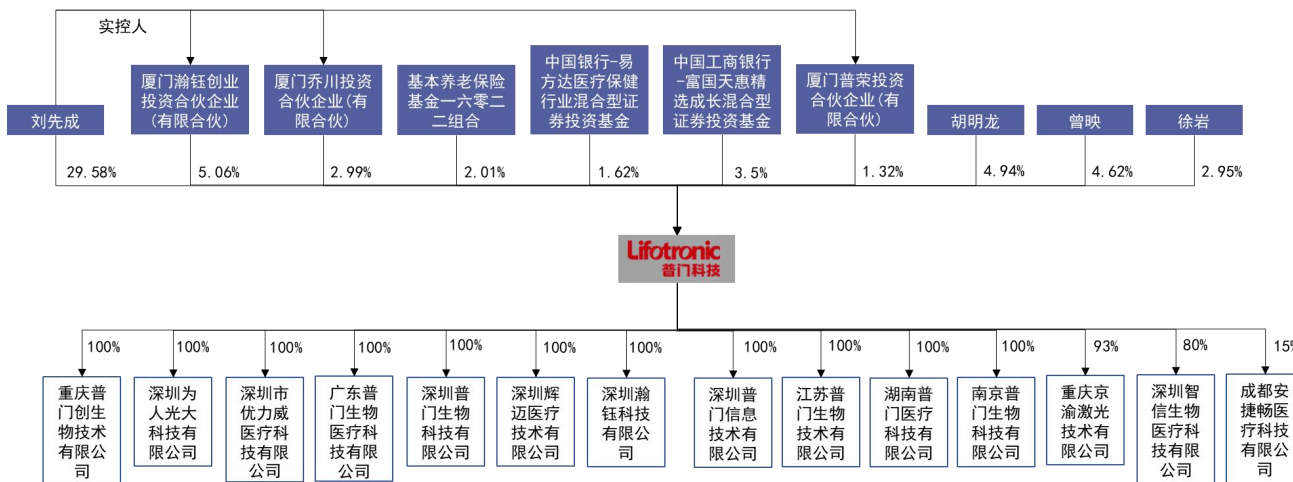
图9：普门科技发展历程



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构集中，董事长刘先成为实控人。董事长刘先成为实际控制人，累计通过直接和间接方式合计控制公司 38.95% 股权。刘先成先后担任湖南省衡阳市中心医院医疗设备管理与维护工程师，随后历任迈瑞医疗销售总监、常务副总裁、迈瑞医疗美国子公司总裁，并于 2008 年创立普门科技。普门科技直接持有为人光大、京渝激光、优力威等十余所子公司。

图10：普门医疗简易股权结构（截至 2023 年 6 月 16 日）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

产品管线丰富，平台已成。公司专注于体外诊断领域（体外诊断设备及配套检测试剂），治疗与康复两大领域产品。其中治疗与康复领域主要围绕临床医疗和皮肤医美两大业务进行产品开发，涉及创面治疗、呼吸重症、围术期加速康复、疼痛康复和能量医美等多个技术平台。在体外诊断领域，公司基于电化学发光、免

疫比浊、液相色谱、免疫荧光、血凝力学测试、分子诊断等六大技术平台，提供一系列的体外诊断设备及配套试剂。消费者健康业务是公司未来孵化的全新业务，公司基于现有在治疗与康复产品领域的技术积累，开发适用于消费者健康需求的专业化、特色化医疗产品，同时搭建并自主运营电商服务平台，为广大消费者服务。

表1：普门科技主要产品及用途

产品线	类别	主要产品	临床用途
治疗与康复类产品线	医院市场治疗与康复产品	体外冲击波治疗仪	适用于促进局部血液循环、软化松懈瘢痕、活化肌肉和结缔组织。
		红外治疗仪	主要用于对疼痛和炎症的治疗，能改善血液循环，促进组织修复与再生，消除肿胀，加速创面愈合
		多功能清创仪	适用于人体伤口的超声清创，通过加压冲洗和负压引流，达到去除细菌的作用
		空气波压力治疗仪	适用于脑血管意外、脑外伤、脑手术后、脊髓病变引起的肢体功能障碍和外周非栓塞性血管炎的辅助治疗，预防静脉血栓形成，减轻肢体水肿
		高频振动排痰仪	用于胸腔外部处置时进行气道清除治疗，促进气道清除或改善支气管引流，为诊断评估收集黏液；还包括液态药物雾化功能和负压吸痰功能
	家用市场治疗与康复产品	脉冲磁治疗仪	适用于软组织损伤及疼痛的辅助治疗
		紫外治疗仪	适用于银屑病、白癜风的辅助治疗
		光子治疗仪	适用于消炎、镇痛、对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合的作用
		光子治疗仪 (Aladdin-A/G)	适用于消炎、镇痛、对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合的作用
		光子治疗仪 (Aladdin-E)	适用于消炎、镇痛、对体表创面有止渗液、促进肉芽组织生长、加速愈合的作用
体外诊断产品线	设备	结肠水疗仪	适用于清洁人体内宿便，通便，也可用于外阴及体表冲洗
		红外治疗仪 Lifowave 系列	主要用于对疼痛和炎症的治疗，能改善血液循环，促进组织修复与再生，消除肿胀，加速创面愈合
		全自动电化学发光免疫测定仪	在临床上用于对来源于人体的血清、血浆等样本中的被分析物进行定性或定量检测
		特定蛋白分析仪	用于定量检测人体液中特定蛋白的含量
	试剂	自动尿液微量白蛋白肌酐分析仪	在临床上用于监测尿微量白蛋白和尿肌酐 (ACR)
		糖化血红蛋白分析仪	定量检测人全血中糖化血红蛋白 (HbA1c) 的含量
		干式免疫荧光分析仪	用于体液样本中被分析物的检测
		全自动化学发光测定仪配套试剂	败血症、脓毒症、细菌性和病毒性感染鉴别的临床诊断、指导治疗 甲亢、甲减、自身免疫性甲状腺等疾病的临床诊断 心肌梗死/损伤、心力衰竭等心脏病的临床诊断、指导治疗和预后分析 胃底粘腺病变的临床诊断 肝纤维化病变的临床诊断
		特定蛋白分析仪配套试剂	优生优育，宫外孕、早孕等临床诊断 贫血的临床诊断 骨外应用的临床诊断和指导治疗 I、II型糖尿病的临床诊断
		自动尿液微量白蛋白肌酐分析仪配套试剂	①判断感染类型（细菌性或病毒性感染）；②判断是否感染溶血性链球菌；③关节炎诊断；④肾功能检测、癌症检测；⑤判断感染类型（细菌性或病毒性感染）
糖化血红蛋白分析仪配套试剂	测定尿液中微量白蛋白和肌酐并计算出比值 (ACR)，该指标是糖尿病、高血压导致的早期肾损伤的重要指标		
干式荧光免疫分析仪配套试剂	用于定量检测人全血中糖化血红蛋白 (HbA1c) 的含量，用于糖尿病的诊断及监测		
		用于体外快速定量检测人体全血、血清、血浆、尿液等样本中被测物的含量。主要用于心衰、心梗、肾病、感染、糖尿病等疾病的临床诊断和指导治疗	

资料来源：招股说明，公司官网，国信证券经济研究所整理

发光和糖化驱动 IVD 业务高增长

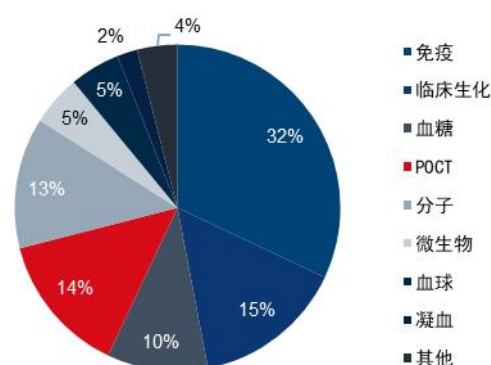
IVD 市场规模破千亿，免疫占比 32%。体外诊断被誉为“医生的眼睛”，广泛应用于临床各个科室和过程之中，对于疾病诊治有重要意义。随着老龄人口、慢性病患者逐渐增加，健康意识日益觉醒和分级诊疗等政策的深入推进，我国 IVD 行业规模持续稳健增长，2020 年突破千亿，有望于 2024 年 1957 亿元 (+21.6%)。就细分市场而言，免疫为最大细分市场，占比为 32%，其后依次为生化、POCT、分子和血糖，占比分别为 15%/14%/13%/10%。

图11: 中国 IVD 市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

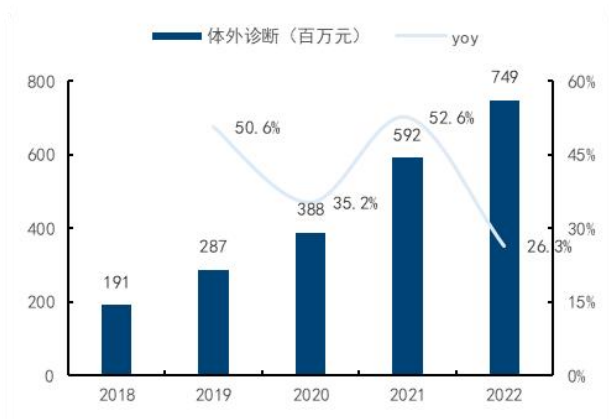
图12: 2022 年中国 IVD 细分市场占比



资料来源: Evaluate MedTech, 未来智库, 国信证券经济研究所整理

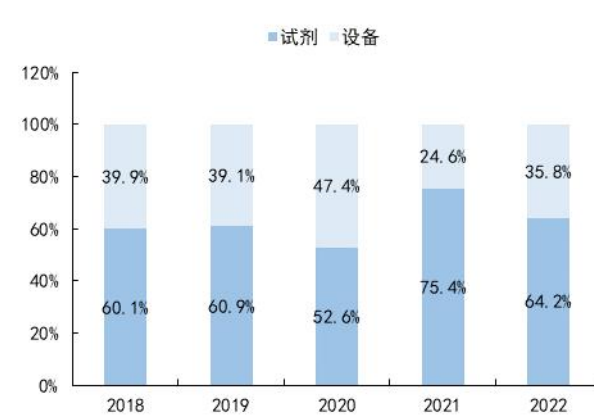
公司 IVD 业务稳健增长，以试剂为主。公司体外诊断业务自 2018 年的 1.91 亿元增长至 2022 年的 7.49 亿元，年复合增长率为 40.8%，业务保持较高增速。分产品看，公司体外诊断业务以试剂为主，试剂占比基本保持在 60%以上，2020 年因疫情影响，设备占比有所增加。

图13: 公司 IVD 业务



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司 IVD 业务细分情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

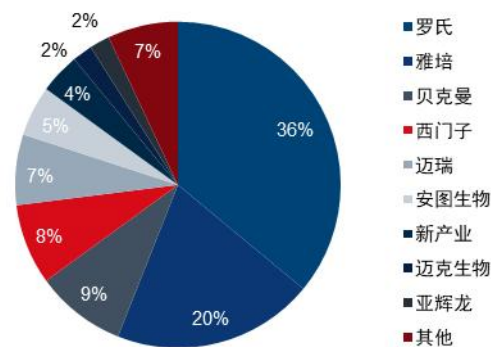
高端产品上市，有望带动电化学发光进一步增长。2022 年化学发光板块推出新品 eCL9000，该产品支持高达 300 次测试/小时的效率，且配套试剂均已获批。免疫为 IVD 最大的细分领域，其中化学发光又占据免疫诊断 85%以上的市场，但化学发光市场多为外国企业所占据，公司的电化学发光路线具有稳定可控等优势，新品推出有助公司在进口替代中加速提高市场份额。

图15: 电化学发光免疫分析仪 eCL9000

图16: 2021 年中国化学发光竞争格局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：德勤，国信证券经济研究所整理

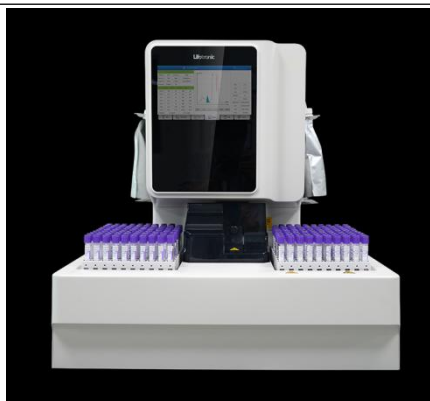
血糖监测需求旺盛叠加新品上市，糖化血红蛋白装机量有望提升。我国是糖尿病大国，糖尿病患者众多，2021 年有 1.41 亿位糖尿病患者，2030 年将增长至 1.64 亿，目前糖尿病无法根治，长期监测和控制成了所有患者的必然选择，而糖化血红蛋白是评估糖尿病患者长期血糖控制状况的金标准，相应检测需求旺盛。公司于 2022 年推出 H100Plus，采取采用糖化血红蛋白的“金标准”——离子交换高效液相色谱法（HPLC），仪器性能和检测能力得到全面提升，有望带动该业务板块增长。

图17：中国糖尿病患者数量



资料来源：医脉通，国信证券经济研究所整理

图18：糖化血红蛋白分析仪 H100Plus



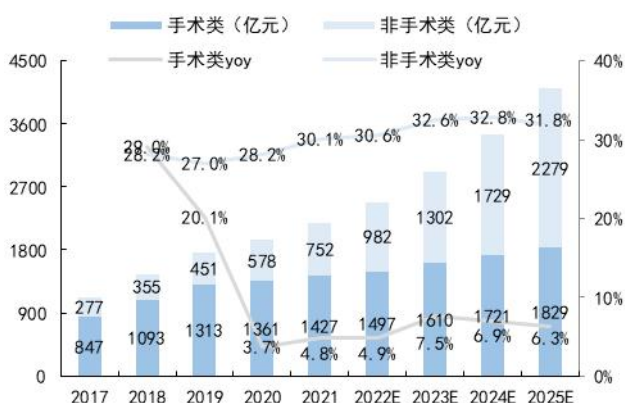
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

光电医美布局进入收获期

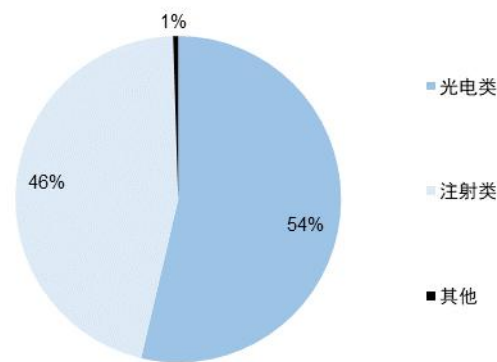
“轻医美”盛行，光电类项目占比过半。“轻医美”主要包括注射类和光电类项目，其优势是风险低、创伤少和恢复期短，更易被年轻女性接受，预计其市场规模于 2025 年有望突破 2000 亿元，2017-2025 年复合增长率为 30.1%。分项目看，光电类项目占比更高，其比重为 54%，主因光电类项目多为紧致抗衰等无创或微创产品，更契合消费者日益提高的抗衰意识，根据新氧数据，2022 年我国有 47.34% 的调研用户最钟爱/最想尝试光电类项目。

图19：中国医美市场

图20：2022 年中国非手术类医美市场细分情况



资料来源：艾瑞网，国信证券经济研究所整理



资料来源：艾瑞网，国信证券经济研究所整理

外延与内生并行，光电医美业务进入收获期。公司先后收购重庆京渝和深圳为人光大，完成在光电医美领域的全面布局，并整合基础上突破红外复合光谱治疗技术、医用激光技术和医用能量超声等关键技术，在光电医美领域持续推陈出新。2022年底公司体外冲击波治疗仪（冷拉提）上市，凭借无痛安全等优点，成为抗衰重磅产品；2023年上半年公司超声治疗仪（超声V拉美）上市，有望进一步补充光电医美大单品管线；在重磅产品推动下，医美业务有望持续放量。

表2: 光电医美板块持续推陈出新

序号	产品名称	注册证编号	发证日期
1	体外冲击波治疗仪	粤械注准 20212091370	2021/9/23
2	紫外线治疗系统	湘械注准 20212092399	2021/12/31
3	体外冲击波治疗仪	湘械注准 20212092394	2021/12/31
4	光子治疗仪	湘械注准 20222091732	2022/9/13

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 公司光电医美独家产品-冷拉提



体外冲击波治疗仪

图22: 公司医美新品-超声V拉美



超声治疗仪

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

消费健康布局延伸可期

康复医疗器械将向着“智能化、精准化、远程化”发展，居家康复市场日益重要。随着深度学习、语音交互、计算机视觉等人工智能技术的成熟与应用，能够实现人机交互智能化医疗设备将不再是空中楼阁，此外，智能传感器和数字微流控等技术的发展使得康复医疗器械体积减小，功能分类更为精细，亦更加便于携带。当前康复医疗器械政策覆盖上游器械研发、中游服务供给和医保支付等全链条，康复医疗正向基层医疗机构乃至社区下沉，甚至家用也将成为可能，患者“足不出户”就可享受到康复服务。

图23：康复医疗器械发展趋势



资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图24：公司治疗与康复家用业务情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

成立消费者健康事业部面向c端，院外布局增长点延伸可期。2022年公司成立消费者健康事业部，旨在利用原有技术平台打造符合家用需求的美容和康复产品，满足消费者特性化需求，同时通过搭建并自主运营电商服务平台，加大院外市场开拓力度，为公司增长提供新动力。2022年治疗与康复家用业务营收990万元（+42.9%），随着公司进一步重视消费医疗业务，家用业务有望持续高增长。

盈利预测

假设：

- **体外诊断**：为公司核心业务，仪器装机有望带动试剂放量。1) **设备**：预计电化学发光免疫分析设备和糖化血红蛋白分析设备增速较快，预计2023-2025年增速分别为20%、20%、20%，预计特定蛋白分析设备和免疫荧光分析设备稳健增长，预计2023-2025年增速10%、10%、10%，预计设备毛利率回归到2021年43%的水平；2) **试剂**：预计电化学发光试剂增速较快预计2023-2025年增速40%、40%、40%，预计糖化血红蛋白分析试剂增速分别为40%、30%、20%，预计特定蛋白分析试剂增速分别为10%、10%、10%，预计试剂毛利率稳定在67%的水平。

- **治疗与康复**：主要分为医用和家用，其中医用主要增长点在医美，家用主要为消费医疗产品。1) **医美**：随着冷拉提和超声 V 拉美放量，预计 2023-2025 增速分别为 90%、80%、60%；2) **家用**：预计 2023-2025 年增速分别为 300%、150%、100%。由于家用产品毛利率较低，预计治疗与康复综合毛利率分别为 66%、63.4%、61.2%。

表3: 普门科技业务拆分及预测 (百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
体外诊断	收入	592	749	951	1207	1530
	yoy	52.6%	26.3%	27.0%	27.0%	26.8%
	毛利率	60.9%	56.3%	59.1%	59.7%	60.2%
设备	收入	146	268	315	369	434
	yoy	-20.9%	84.3%	17.2%	17.4%	17.6%
	毛利率	43.3%	35.8%	43.0%	43.0%	43.0%
试剂	收入	447	480	636	838	1096
	yoy	118.7%	7.5%	32.4%	31.7%	30.8%
	毛利率	66.7%	67.7%	67.0%	67.0%	67.0%
治疗与康复类	收入	180	227	346	528	787
	yoy	14.4%	26.1%	52.3%	52.4%	49.0%
	毛利率	68.5%	68.1%	66.0%	63.4%	61.2%
医用产品	收入	173	218	307	429	589
	yoy	13.3%	25.4%	41.1%	39.8%	37.2%
	毛利率	69.7%	69.2%	70.0%	70.0%	70.0%
家用	收入	7	10	40	99	198
	yoy	50.7%	42.8%	300.0%	150.0%	100.0%
	毛利率	38.1%	42.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入	5	7	5	5	5
	yoy	-33.9%	34.4%	-29.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	-99.0%	-10.9%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	778	983	1302	1740	2322
	yoy	40.5%	26.3%	32.5%	33.6%	33.4%
	毛利率	61.6%	58.5%	60.8%	60.7%	60.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年收入 13、17.4、23.2 亿元，同比增速 +32.5%、+33.6%、+33.4%，毛利率分别为 60.8%、60.7%、60.5%。

未来 3 年业绩预测

1) **销售费用假设**：随着公司业务规模扩大，IVD、医美、家用产品销售投入有望增加，预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 30%、30%、30%。

2) **管理费用假设**：考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 25%、25%、25%。

3) **研发费用假设**：公司的研发管线众多，预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 20%、20%、20%。

表4: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	778	983	1302	1740	2322
营业成本	299	408	510	684	918
销售费用	119	148	192	250	325
管理费用	36	46	61	76	94
研发费用	156	171	205	246	295
财务费用	(9)	(36)	(14)	(11)	2
营业利润	203	256	354	489	671
利润总额	203	257	354	489	671
归母净利润	190	251	329	440	590
EPS (元/股)	0.45	0.60	0.77	1.03	1.39
ROE	15%	17%	20%	23%	25%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.3、4.4、5.9 亿元, 同比增长 30.9%、33.6%、34.2%。

盈利预测情景分析

表5: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	778	983	1,334	1,828	2,500
(+/-%)	40.5%	26.3%	35.7%	37.0%	36.8%
净利润(百万元)	190	251	434	589	806
(+/-%)	32.2%	32.1%	72.4%	35.9%	36.8%
摊薄 EPS	0.45	0.60	1.02	1.38	1.89
中性预测					
营业收入(百万元)	778	983	1,302	1,740	2,322
(+/-%)	40.5%	26.3%	32.5%	33.6%	33.4%
净利润(百万元)	190	251	329	440	590
(+/-%)	32.2%	32.1%	30.9%	33.6%	34.2%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.60	0.77	1.03	1.39
悲观预测					
营业收入(百万元)	778	983	1,270	1,655	2,153
(+/-%)	40.5%	26.3%	29.2%	30.3%	30.1%
净利润(百万元)	190	251	230	304	402
(+/-%)	32.2%	32.1%	-8.4%	32.1%	32.3%
摊薄 EPS	0.45	0.60	0.54	0.71	0.95
总股本(百万股)	422	422	426	426	426

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 每股 25-26 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表6: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
--	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入增长率	31.04%	40.50%	26.34%	32.45%	33.64%	33.44%	25.00%	25.00%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	39.13%	38.40%	41.48%	39.21%	39.28%	39.54%	39.54%	39.54%	39.54%	39.54%	39.54%	39.54%	39.54%
管理费用/营业收入	4.22%	4.36%	4.37%	4.40%	4.12%	3.86%	3.82%	3.78%	3.74%	3.71%	3.67%	3.63%	3.60%
研发费用/营业收入	18.66%	20.02%	17.37%	15.74%	14.13%	12.71%	12.58%	12.46%	12.33%	12.21%	12.09%	11.97%	11.85%
销售费用/销售收入	16.46%	15.34%	15.03%	14.75%	14.35%	13.98%	13.84%	13.70%	13.57%	13.43%	13.30%	13.16%	13.03%
营业税及附加/营业收入	1.03%	0.96%	0.97%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	7.84%	6.27%	2.08%	7.00%	10.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	35.21%	39.48%	29.88%	34.86%	34.74%	33.16%	34.25%	34.05%	33.82%	34.04%	33.97%	33.94%	33.99%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.01%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价 (元)	19.7	Ke	9.06%
发行在外股数 (百万)	426	E/(D+E)	99.15%
股票市值 (E, 百万元)	8385	D/(D+E)	0.85%
债务总额 (D, 百万元)	72	WACC	9.02%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股价值区间为 25-26 元。

表8: 祥生医疗 FCFF 估值结果

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	320.2	467.8	667.4	844.1	1,067.1	1,348.5	1,566.8	1,820.0	2,113.6	2,454.1	
所得税税率	7.00%	10.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	297.8	421.0	587.3	717.5	907.0	1,146.2	1,331.8	1,547.0	1,796.6	2,086.0	
折旧与摊销	38.5	58.9	77.0	99.4	126.7	159.8	199.7	248.1	306.6	377.5	
营运资金的净变动	28.1	(20.3)	(16.2)	6.2	(16.2)	(11.4)	(2.8)	(10.7)	(7.7)	(7.6)	
资本性投资	(223.2)	(269.8)	(326.3)	(394.6)	(477.3)	(577.3)	(698.3)	(844.7)	(1,021.9)	(1,236.3)	
FCFF	141.2	189.8	321.8	428.5	540.2	717.3	830.4	939.7	1,073.7	1,219.5	17,721.8
PV(FCFF)	129.5	159.7	248.4	303.4	350.8	427.2	453.7	470.9	493.6	514.2	7,472.8
核心企业价值	11,024.2										
减：净债务	74.8										
股票价值	10,949.3										
每股价值	25.72										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	WACC 变化
--	---------

		8.0%	8.5%	9.01%	9.5%	10.0%
永续增长率变化	3.0%	35.88	32.03	28.84	26.16	23.87
	2.5%	33.29	29.96	27.16	24.78	22.72
	2.0%	31.14	28.22	25.72	23.58	21.71
	1.5%	29.32	26.72	24.48	22.53	20.82
	1.0%	27.75	25.42	23.38	21.60	20.03

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：每股 23.19-27.05 元

公司为国内平台型器械龙头之一，布局 IVD、康复、医美、消费医疗，我们选择迈瑞医疗、新产业、翔宇医疗作为可比公司，根据 Wind 一致性预期，可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 31、24、19 倍，公司的 PE 为 25、19、14 倍，考虑到公司未来几年较高的增速，以及较低的 PEG 水平，我们给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，合理股价区间为 23.19-27.05 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300760.SZ	迈瑞医疗	286.08	3,469	7.94	9.58	11.57	13.95	36.0	29.9	24.7	20.5	32.6%	1.4	买入
300832.SZ	新产业	56.25	442	1.69	2.12	2.72	3.47	33.3	26.5	20.7	16.2	22.1%	1.0	买入
688626.SH	翔宇医疗	47.45	76	0.79	1.35	1.77	2.25	60.1	35.3	26.9	21.0	6.5%	1.2	无
688389.SH	普门科技	19.70	84	0.60	0.77	1.03	1.39	33.1	25.5	19.1	14.2	18.7%	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：普门科技为本报告预期，其他为 Wind 一致性预期，日期为 20230806

投资建议

综合上述 2 个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在每股 25-26 元之间，相对于公司目前股价有 26.9%-31.9% 溢价空间。考虑公司较快的增速和较低的估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在每股 25-26 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值

高估的风险；

- ◆ 相对估值方面：我们选取了迈瑞医疗、新产业、翔宇医疗的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 作为相对估值的参考，考虑公司龙头地位和较好的成长性，最终给予公司 23 年 30-35 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年收入增长+32.5%、+33.6%、+33.4%，可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年毛利分别为 60.8%、60.7%、60.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 30%、30%、30%，随着公司业务规模扩大，IVD、医美、家用产品销售投入有望增加，有可能出现销售费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 25%、25%、25%，考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，有可能出现管理费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 20%、20%、20%，考虑公司的在研管线较多，有可能出现研发费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。

医疗器械项目研发风险

因医疗器械与人们的身体健康息息相关，国家有关部门给予高度关注，并出台了相关的管理制度。此外，医疗器械研发具有高度不确定性，需要研发人员自主探索和创新，还具有投入大、周期长等特点。综上所述，医疗器械的项目研发同时具有普通产品的特性和行业特点，这种双重特点将为研发带来巨大的风险。

产品注册失败的风险

各国或地区均对医疗器械上市制定了相关监督措施，产品需经过主管部门审批合格后方能上市销售，但不同国家和地区的产品注册认证程序、要求和周期存在差异，部分国家和地区对进口医疗器械准入门槛较高，注册周期较长。若未来国内外产品准入标准发生重大变化，或公司新产品无法达到相应准入标准，则将对公司产品销售造成不利影响。

经营风险

- ◆ 规模不断扩大带来的管理风险。公司规模不断扩大，控股公司数量、员工数量、产品线和国内外销售体系不断壮大，这对公司的管理能力提出更高的要求，如果公司的经营管理水平不能适应业务规模的要求，将会对公司的盈利能力造成不利影响。
- ◆ 核心技术员工流失的风险。医疗器械是一个多学科交叉融合的行业，需要各行各业的人才共同推进，对核心技术员工的依赖度较高，虽然公司目前有一支优秀的研发团队，但担心随着行业竞争加剧而导致核心人才流失，进而引发研发

项目停滞或放缓，最终影响公司经营的风险。

行业风险

行业同时面临竞争加剧和监管趋严风险。随着市场规模的持续扩大，IVD 和康复行业参与者日益增加，行业竞争加剧，医疗器械行业进入了“进口替代”和“创新发展”的深水期，新产品研发周期长，资本投入较大，不确定性进一步增强。同时，新修订的《医疗器械监督管理条例》已经实施下，通过“电子身份证”实现注册人对产品的全生命周期的质量承担法律责任，行业监管日趋严格。

宏观环境风险

全球政治经济形势动荡不安，国际上冲突不断，地缘政治问题频繁，逆全球化浪潮盛行于世，“脱钩”言论和举措频现，国内仍存在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，疫后恢复不如预期。整体而言，宏观环境风险不可小觑。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	809	932	932	983	1136	营业收入	778	983	1302	1740	2322
应收款项	61	99	95	147	200	营业成本	299	408	510	684	918
存货净额	113	142	178	239	316	营业税金及附加	7	9	13	17	23
其他流动资产	28	21	39	50	62	销售费用	119	148	192	250	325
流动资产合计	1010	1194	1244	1419	1713	管理费用	36	46	61	76	94
固定资产	294	427	605	814	1059	研发费用	156	171	205	246	295
无形资产及其他	96	100	97	94	91	财务费用	(9)	(36)	(14)	(11)	2
投资性房地产	74	100	100	100	100	投资收益	3	1	20	10	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(3)	(4)	0	0	0
资产总计	1474	1821	2045	2426	2963	其他收入	(123)	(148)	(205)	(246)	(295)
短期借款及交易性金融负债	4	133	69	61	80	营业利润	203	256	354	489	671
应付款项	79	71	117	149	188	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	121	164	192	262	347	利润总额	203	257	354	489	671
流动负债合计	204	368	378	472	614	所得税费用	13	5	25	49	80
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
其他长期负债	13	9	9	9	9	归属于母公司净利润	190	251	329	440	590
长期负债合计	13	9	9	9	9	现金流量表 (百万元)					
负债合计	217	377	387	481	623	净利润	190	251	329	440	590
少数股东权益	3	4	4	4	4	资产减值准备	1	3	10	5	7
股东权益	1255	1440	1654	1941	2336	折旧摊销	18	23	38	59	77
负债和股东权益总计	1474	1821	2045	2426	2963	公允价值变动损失	3	4	0	0	0
						财务费用	(9)	(36)	(14)	(11)	2
关键财务与估值指标						营运资本变动	(66)	(52)	34	(17)	(12)
每股收益	0.45	0.60	0.77	1.03	1.39	其它	(1)	(4)	(10)	(5)	(7)
每股红利	0.18	0.18	0.27	0.36	0.46	经营活动现金流	145	227	402	482	655
每股净资产	2.97	3.41	3.89	4.56	5.49	资本开支	0	(153)	(223)	(270)	(326)
ROIC	13.39%	16.56%	19%	24%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15.16%	17.47%	20%	23%	25%	投资活动现金流	0	(153)	(223)	(270)	(326)
毛利率	62%	59%	61%	61%	60%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	20%	25%	27%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	28%	30%	32%	支付股利、利息	(75)	(75)	(115)	(153)	(196)
收入增长	40%	26%	32%	34%	33%	其它融资现金流	(26)	199	(64)	(8)	19
净利润增长率	32%	32%	31%	34%	34%	融资活动现金流	(181)	49	(179)	(161)	(177)
资产负债率	15%	21%	19%	20%	21%	现金净变动	(36)	123	0	52	153
股息率	0.9%	0.9%	1.4%	1.8%	2.4%	货币资金的期初余额	845	809	932	932	983
P/E	43.7	33.1	25.5	19.1	14.2	货币资金的期末余额	809	932	932	983	1136
P/B	6.6	5.8	5.1	4.3	3.6	企业自由现金流	0	16	147	193	326
EV/EBITDA	47.8	38.7	24.5	16.8	12.1	权益自由现金流	0	215	101	204	366

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032